

中国・国有企業の過剰生産力と激増する債務 —世界経済への影響と金融システムの「持続可能性」—

鳥 谷 一 生

要 旨

2015年7月、中国の株式市場が大崩落を来し、翌8月、それまで上昇一辺倒にあった人民元為替相場が一転して下落に転じるや、世界は‘チャイナ・リスク’として事態を認識するようになった。2016年4月には、IMFも中国の過剰生産力と増嵩する企業債務に警鐘を鳴らし、今後中国発のデフレ圧力が世界経済に重くのしかかることに懸念を表明した。また最近では、中国政府自体もこうした懸念を一部認めるようになった。本稿は、世界経済にデフレ圧力を加えている中国の過剰生産力、ハード・ランディングが懸念されるまでに至った中国の金融経済について分析し、中国経済の行く末について考察したい。

キーワード：中国経済、国有企業、過剰生産力、不良債権、金融危機

I はじめに

2016年4月IMFはGlobal Stability Reportで、中国の過剰生産力と巨額に上る企業債務に警鐘を鳴らし、今後中国発のデフレ圧力が世界経済に重くのしかかることに懸念を表明した。

IMFの指摘を俟つまでもなく、2015年7月、中国の株式市場が大崩落を来し、翌8月、それまで上昇一辺倒にあった人民元為替相場が一転して下落に転じるや、世界は‘チャイナ・リスク’として事態を注意深く見守ってきた。それから凡そ1年が経過し、中国の過剰生産力と企業債務について、その輪郭が見え始めてきた。

そこで本稿は、各種資料を用いて、中国の対外経済バランスと過剰生産力を擁した企業の世界経済におけるプレゼンス、そして中国金融経済のクラッシュが懸念されるまでに至った企業債務について分析し、中国経済の行く末について考察したいと考える。

II 中国の対外収支と世界経済への影響

(1) 貿易収支の推移

まず中国の貿易収支をみておこう。中国の貿易（経常）収支は、2010年2464（2378）億ドル、2014年4350（2774）億ドル、そして2015年史上最高額の5670（3306）億ドルの黒字を計上した。

その規模は2010年の2.3 (1.4) 倍である。その背景にあるのが、輸出の激増と輸入の大幅減少である。2010年、2014年、2015年の三ヶ年の輸出入の数字をあげれば、輸出：1兆4864億ドル、2兆2438億ドル、2兆1428億ドル、輸入：1兆2400億ドル、1兆8087億ドル、1兆5758億ドルであった。輸出・輸入共に2014年に最高水準に達しつつも、2015年に輸出は対前年比4%減少、輸入は同比12%の減少をみた。輸入の大幅減、これが史上最高額を計上した貿易（経常）収支黒字の要因である¹⁾。

問題は、こうした中国の輸出入が世界経済にいかなる意義を有しているかである。

(2) 過剰生産力を擁する中国企業の輸出ドライブと世界市場

イギリスの週刊経済誌*The Economist*の2016年2月12日号は²⁾、EU Chamber of Commerce in Chinaのレポートをベースに、中国の過剰生産力について、各産業種の稼働率を2008年と2014年で比較しながら記している。第1表はこれを取りまとめたものであり、鉄鋼80%→71%、電解アルミ78%→76%、セメント76%→73%、製油80%→66%、板ガラス88%→79%、紙・板紙90%→84%と、いずれの全業種で稼働率が低下している。また同レポートからいくつか文章を拾えば、次の通りである³⁾。

第1表 中国の主要製造業における過剰生産力の状況

	2008年			2014年**		
	生産能力	生産量	稼働率*	生産能力	生産量	稼働率
鉄鋼	6.44億トン	5.12億トン	80%	11.40億トン	8.13億トン	71%
電解アルミ	1,810万トン	1,320万トン	78%	3,810万トン	2,890万トン	76%
セメント	18.7億トン	14.2億トン	76%	31億トン	22.5億トン	73%
製油	3.91億トン／年	3.14億トン／年	80%	6.86億トン／年	4.56億トン／年	66%
板ガラス	6.5億重量箱***	5.74億重量箱	88%	10.46億重量箱	8.31億重量箱	79%
紙・板紙	8,900万トン	8,000万トン	90%	1.29億トン	1.08億トン	84%

(注) * 稼働率＝生産量／生産能力

** 電解アルミは2015年の数字。

*** 1重量箱：厚さ2mm、比重2.5の板ガラス10平方メートルの重量（約50kg）に相当。

[出所] European Union Chamber of Commerce in China, “Overcapacity in China: An Impediment to the Party’s Reform Agenda”, Feb. 22nd 2016から作成。

鉄鋼…2004年から2014年、世界の鉄鋼生産は57%増えたが、その内91%が中国であった。今日、中国の鉄鋼生産は世界の生産の半分以上を占め、第二位の日本以下、インド・アメリカそしてロシアの四カ国の鉄鋼生産高の2倍以上である。

1) 数字は中国国家外汇管理局資料より。尚、後掲第2表とは貿易収支の数字に違いがあるが、理由は資料の出所が異なっていることに因る。

2) ‘The march of the zombies, China’s excess industrial capacity harms its economy and riles its trading partners’, *The Economist*, Feb. 27 2016.

3) European Union Chamber of Commerce in China, *Overcapacity in China, An Impediment to the Party’s Reform Agenda*, 2016, p. 16.

電解アルミ…同アルミの生産は、この10年に急成長をみたものであるが、現在アメリカの生産量の13倍に達する⁴⁾。

セメント…中国の生産は世界生産の57%を占めており、第二位のインドのその9倍以上に達する⁵⁾。

化学…化学製品は多岐にわたっているが、中国石油・化学工業協会（China Petroleum & Chemical Industry Association：CPCIA）によると、肥料、ソーダ灰、苛性ソーダ、硫酸、メタノール、炭化カルシウム等の生産で世界をリードしている。しかし、2008年の11ヶ月で石油産業の利益は対前年比7.1%減少し、4556社が財務上損失を計上した。これ以降、新規の設備投資は見直されるようになった⁶⁾。

製油…中国は世界第二位の製油生産力を有している。稼働率が80%というのは比較的安定しているかにみえるが、巨大プラントを要する製油業では最低限水準というべきであり、政府統計にはカバーされていない生産施設が全体の25%を占めるようになっている現実がある。

板ガラス…都市化と高層ビル建設ラッシュと共に、板ガラスに対する需要は大きく膨らんだ。

板ガラスの生産拠点は、広東・華東・河北地域に小規模分散している。2008年の景気刺激策によって、市況は活況を呈し、生産施設の拡張も続いたが、2012年ともなると価格下落が始まり、財務面で難しい局面にある⁷⁾。そのため、政府の指導下、中小企業の合併が続いている。

造船…2009年から2012年まで、中国の造船業の世界シェアNo. 1であり、2014年のシェアは38.4%、第二位韓国30.1%、第三位日本23.7%であった。しかし、2015年には、中・韓の順位が逆転し、韓国36.3%、中国27%、日本26%であった。2008年～2014年に、生産性に劣る中小の造船所の合理化が進み、300超あった造船所は150カ所弱に、2015年の数ヶ月の内には100カ所強にまで減少した⁸⁾。

紙・板紙…アメリカを抜いて、世界最大の生産量を誇るに至ったが、7000もの生産施設があり、生産性という点では大きく見劣りがする。2011年10.3%、2015年4.2%の産出力の増強を行った中国は、全世界産出力の30%を占めるに至り、今日純輸入国から純輸出国に転じた。もっとも、生産企業の多くは世界市場での競争力を欠いており、過剰な生産力問題が顕在化している⁹⁾。

ところで、同レポートは、中国国有企業のこうした過剰生産力問題の背景に控える共通の要

4) *op. cit.*, p. 19.

5) *op. cit.*, p. 22.

6) *op. cit.*, pp. 23–24.

7) *op. cit.*, p. 29.

8) *op. cit.*, p. 30.

9) *op. cit.*, p. 33.

因として次の7つを挙げている¹⁰⁾。①地方の保護主義であり、地域主義に駆られたが故の産業の分散化、②効力の薄い規制、③政府の諸施策による低廉な投入価格、④財政制度のために、地方政府はどうしても過剰投資を招きがちであること、⑤技術の利用が安価で広範に存在すること、⑥環境・健康・安全性の基準と法制度が十分に整備されていないこと、⑦市場シェア対収益性の考え方、である¹¹⁾。

もっとも、こうした諸要因は、2008年リーマン・ショックを契機に中国政府が採った景気回復策によって大きく増幅されたとはいえ、元々は1990年代当時の朱首相が采配を揮った国有企業改革問題に由来するという。というのも、朱首相の改革以降、中国の国有企業の多くは株式会社制度を取り入れたものの、企業利益は今日でも株主配当に回す必要はなく、内部留保として蓄積が可能だからである。これには次のような背景が控えている。確かに政府は、国有企業の株式企業への転換を機に、中小の国有企業の大規模リストラを断行してきた。その一方で、大型国有企業には、リストラの結果として職を失った夥しい数の労働者の引き受けが要請されてきた。こうして大型国有企業は、株式配当を行うこともないまま内部留保を蓄積—その限りでは、中国全体で貯蓄率の上昇に寄与する—し、生産施設拡張のための設備投資に資金を振り向けることも可能となってきたのである¹²⁾。

さて、こうした過剰生産施設を擁する中国である。その処理に当たる場合、調整過程においては、集中豪雨の輸出に活路を求めざるを得ない。

第2表は、2010年と2015年の中国の輸出相手先上位6カ国・地域を示したものである。2010年の輸出総額は1兆8986億ドル（上位6カ国・地域総額1兆1409億ドル、総額の72%）、2015年の輸出総額は2兆2776億ドル（同1兆6119億ドル、70.8%）で、期間中6986億ドル、44.3%

第2表 中国の輸出入相手国・地域（2010年→2015年）

輸出総額	輸入総額
1兆5779億ドル→1兆6119億ドル	1兆3948億ドル→1兆6821億ドル
各国・地域のシェア	各国・地域のシェア
EU：17.9→17.9 アメリカ：19.7→15.6 香港：13.8→14.5 ASEAN：8.7→12.2 日本：7.6→5.9 韓国：4.3→4.5	EU：19.7→12.4 ASEAN：18.1→11.6 韓国：16.2→10.4 アメリカ：7.6→5.9 台湾：8.3→8.5 日本：12.7→8.5
上位6カ国地域のシェア：72.3%→72.3%	上位6カ国地域のシェア：61.4%→60.2%

（注）→の前後は2010年と2015年の数字である。

〔出所〕中国海関总署資料より作成。

10) 国有企業の利益率等については、拙稿「構造調整に直面する中国の金融経済と国際金融政策の展開—軌む金融経済システムと対外収支の悪化の中で—」『現代社会研究科論集（京都女子大学大学院）』10号、2016年を参照されたい。

11) *op. cit.*, p. 8.

12) *op. cit.*, p. 9. 2013年の三中全会では、2020年までに株式配当率を20%にまで引き上げることが決定された。

増大した。その内、2010年と2015年にアメリカとEUが各々、2883億ドル（17.9%）→4096億ドル（17.9%）、3112億ドル（17.9%）→3559億ドル（15.6%）で、輸出総額の40%前後を占めている。また2015年の対香港輸出額は3316億ドルであったが、香港への輸出の場合、一旦中国から輸出されるも、その後で再び世界各地に向けた再輸出であることに留意を要する。

次に輸出品目（2014年）をみれば、輸出総額2兆3423億ドルの内、有線通話・通信用エレクトロニクス製品1953億ドル、自動データ処理機械及びその部品1634億ドル、エレクトロニクス部品612億ドル、宝石・貴金属製品等485億ドル、液晶製品347億ドル、であった¹³⁾。HSBCのアナリストが最近発表したレポート、*China and the World, New Frontiers and Fresh Connection*では、世界の工業製品生産の約25%を中国が占めるとしている¹⁴⁾。

上記の通り、中国の輸出品の上位五品目を見る限り、工業技術力の高度化を伺うことができようが、問題は、輸出企業の総てが中国の国有企業とは限らないことである。中国の高度経済成長路線とは、「外資導入・輸出主導工業化路線」であったことを想起すべきである。したがって、輸出企業は完全外資の企業であったり、外資と国有企業との合弁である¹⁵⁾。実際、2013年輸出額2兆2千億ドルの内、国有企業2500億ドル（11%）、外資企業1兆443億ドル（47%）、民間企業9168億ドル（41%）、2015年の輸出額2兆2776億ドルの内、国有企業2424億ドル（11%）、外資企業1兆47億ドル（44%）、民間企業9737億ドル（43%）であった¹⁶⁾。このように、輸出を牽引するのは外資及び民間企業であり、国有企業ではない点には大いに注目されてよい。とはいえ、この国有企業群こそは、重厚長大産業以外の何ものでもなく、欧米との間で貿易摩擦を繰り広げているのである¹⁷⁾。この点で、国有企業の先行きは今後いよいよもって厳しいものとなろう。

(3) 輸入の減少と世界経済への影響

同じく、第2表で2010年と2015年の中国の輸入相手先上位6カ国・地域をみてみよう。2010年の輸入総額は1兆3948億ドル（上位6カ国・地域総額8559億ドル、総額の61.4%）、2015年の輸入総額は1兆6820億ドル（同1兆132億ドル、60.2%）で、期間中2871億ドル、20.1%増大した。もっとも、EU、ASEAN、韓国、アメリカからの輸入額はいずれも増大しているにもかかわらず、全体に占めるシェアは大きく減少している。特に日本からは輸入額自体も減少している。その分、中国の輸入先の多様化が進んだというべきか。

13) UN Com Trade資料より。

14) Wang, J. & Pomeroy, J., *China and the World, New Frontiers and Fresh Connection*, HSBC, May 2016.

15) 外資系企業には、中外合作企業、中外合弁企業、外資独資企業がある。中外合作企業とは、協同形式の事業であり、資本金の出資比率は関与しない。これに対し、中外合弁企業は、中国企業と外国企業とが中国に法人企業を設置することであり、外資独資企業とは、100%外資出資の企業である。

16) 数字は中国海関总署の資料より。

17) 2015年8月EUは中国製太陽電池パネルにアンチダンピング関税を実施し、鉄鋼輸出に対し75.4%の反ダンピング関税を導入したし、米商務省は中国鉄鋼業が輸出する冷間圧延平鋼に対し522%の反ダンピング関税を課すと決定した。

次に輸入品目（2015年）をみれば、輸入総額 1 兆6820億ドルの内、原油・石油製品等2283億ドル、エレクトロニクス製品2185億ドル、鉄鉱石・黄銅鉱935億ドル、雑製品828億ドル、液晶製品500億ドルであった。

エレクトロニクス製品や液晶製品は、輸出側でも上位五品目内に位置し、この点では、工業製品の水平的国際分業化がみられる。その一方で、原油・石油製品等、鉄鉱石・黄銅鉱では、巨額の資源輸入を行っている¹⁸⁾。

ところで、冒頭に記した通り、中国の輸入が大きく減少することで、世界経済の需要に暗い影を落としている。HSBCの先のレポートは、中国の輸入額は、2011年段階でアメリカを凌駕し、世界の輸入総額の約13%を占めており、中国の輸入品目が世界に占めるウェイトを次のように推計している。すなわち、鉄鉱石65%、大豆62%、穀物48%、羊毛40%、パルプ・紙32%、銅30%、岩石・砂利22%、木材19%、皮革16%、パーム油14%、ガラス13%、航空機13%、ニッケル12%、亜鉛12%、酪農製品 7 %、自動車 7 %、スズ 6 %、アルコール 4 %、果物・野菜 4 %、原油 4 %、である¹⁹⁾。

バブル崩壊に伴う中国の輸入需要の減少は、例えば鉄鉱石・羊毛・酪農製品を主要輸出品目とするオーストラリアやニュージーランド、鉄鉱石・大豆を主要輸出品目に数えるブラジル、パーム油・スズ・亜鉛を主要輸出品目とするマレーシア、世界最大の銅輸出国チリ、これら諸国の対中輸出にマイナスの影響を与え、各国のGDP減少、ひいては世界の貿易取引の縮小へと繋がろう。

ところで、上に輸出企業の形態をみたが、ここでは輸入企業の形態をみると、大きなコントラストが浮かび上がってくる。2015年の輸入総額 1 兆6820億ドルの内、国有企業4087億ドル（24%）、外資企業8299億ドル（49%）、民間企業4116億ドル（24%）、であった²⁰⁾。輸入企業のリード役が外資企業にある点は、輸出の場合と同じである。しかし、輸出総額の僅かに11%程度しか占めていなかった国有企業が、輸入では24%を占め、輸出総額の43%を占めた民間企業が、輸入の24%しか占めていないことである。

以上の数字からうかがわれることは、外資企業と民間企業が輸出のリード役である一方で、対外支払を要する輸入では、国有企業が一定程度にシェアを占めていることである。雑駁な推論が許されるとすれば、外貨獲得の稼ぎ頭は外資系企業と民間企業、外貨使いの筆頭が国有企業ということである。

2014年後半以降、外貨準備減少が顕著に現れだした中国である。2015年中だけでも、約5000億ドルの外貨準備減少に直面している²¹⁾。この現実を踏まえれば、外貨準備の節約という点においても、国有企業を改革整理し、外貨節約の実を上げていくこと、2005年7月の為替相場制

18) UN Com Trade資料より。

19) Wang & Pomeroy, *op. cit.*, pp. 7 - 8, p. 12.

20) 数字は中国海関总署の資料より。

21) 人民銀行保有の外貨だけでも、2016年1月～4月までに4271億人民元、約657億ドルの減少である（数字は人民銀行資料より）。

度改革以降、上昇基調で進めてきた人民元為替相場水準に一定の歯止めをかけ、輸出支援策を講じることが重要な政策課題となろう。もっとも、こうした中国の政策が、世界経済に対しデフレ的影響を与えることになることは、既に記した通りである。

Ⅲ 中国の対外・対内金融の新展開

(1) 国際投資ポジションと激増する負債

次に第3表で中国の国際投資ポジションをみておこう。期間中、中国は純資産を計上し続け、2004年の4077億ドルから10年後の2015年1兆5965億ドルへと約4倍の規模に激増している²²⁾。この間、輸出主導型の高度経済成長を疾駆してきた中国の強蓄積の姿をここに垣間見ることが

第3表 中国の国際投資ポジション
(億ドル)

	2005年	2010年	2014年	2015年
純資産	4,077	16,880	16,028	15,965
資産	12,233	41,189	64,383	62,189
直接投資	645	3,172	8,826	11,293
証券投資	1,167	2,571	2,625	2,613
株式	0	630	1,613	1,620
債券	1,167	1,941	1,012	993
その他投資	2,164	6,304	13,938	14,185
預金	675	2,051	4,453	3,895
貸付	719	1,174	3,747	4,569
貿易信用	661	2,060	4,677	5,137
準備資産	8,257	29,142	38,993	34,061
貨幣用金	42	481	401	602
IMF特別引き出し権	12	123	105	103
外貨準備	8,189	28,473	38,430	33,304
負債	8,156	24,308	48,355	46,225
直接投資	4,715	15,696	25,991	28,423
証券投資	766	2,239	7,962	8,105
株式	349	985	1,915	2,242
債券	766	2,239	7,962	8,105
その他投資	2,675	6,373	14,402	9,643
預金	484	1,650	5,030	3,267
貸付	870	2,389	5,720	3,293
貿易信用	1,063	2,112	3,344	2,721
IMF特別引出権	0	116	101	97

(注) 各年末の数字である。

[出所] 国家外汇管理局資料により作成。

22) ちなみに、2014年末の日本の対外純資産は366.9兆円、外貨準備151.1兆円である。為替相場を1ドル＝100円とすれば、純資産は3兆6690億ドル、外貨準備は1兆5110億ドルとなる（数字は、日本銀行国際局『2014年の国際収支統計および2014年末の本邦対外資産負債残高』、2015年、25ページ）。

でしょうか。特に、対外直接投資は、2004年から2015年の間に645億ドルから1兆1293億ドルへと17.5倍に増大している。中国企業のグローバル展開＝「走出去」であり、各種報道にみられる通り、この間ハイテク企業や資源関連企業から大規模プランテーション農業企業やリゾート・ホテル等不動産に至るまで中国が世界大で買収活動を展開してきた。またその他投資項目でも、預金・貸付・貿易信用において、着実に資産残高を伸ばしてきている。

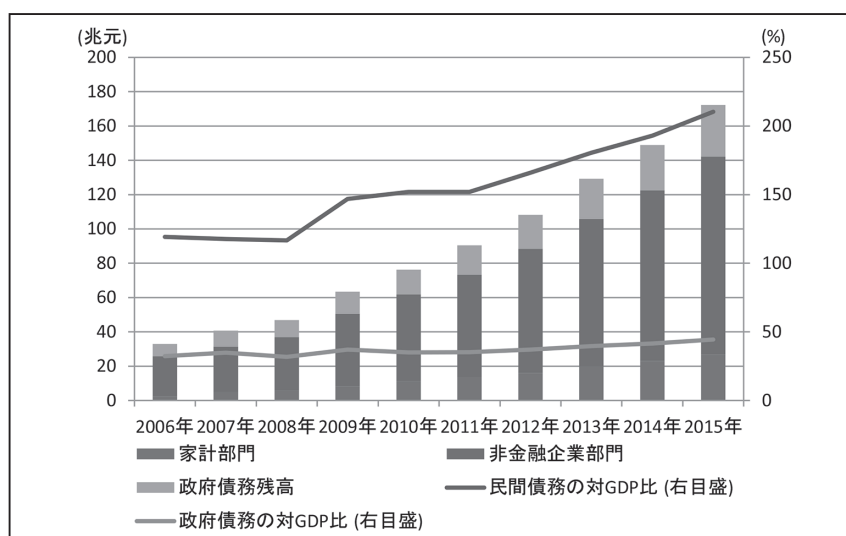
ところで、2015年に中国は巨額の対外資金流出に見舞われた。これを示しているのが負債・その他投資の預金及び貸付である。2014年その他投資項目での負債額は1兆4420億ドルのピークに達した後、2015年末には9643億ドルとなり、減少額は4759億ドルに達する。内訳は、預金1763億ドル、貸付2427億ドルの減少であり、それぞれは寄託されていた預金の引き出しであり、借入の返済であった。こうした対外資金流出対処すべく、2014年との比較において、2015年中に5000億ドルの外貨準備が減少—上記の負債・その他投資の預金及び貸付の減少額4759億ドルにほぼ匹敵—しており、ここに人民銀行が人民元を買い支えるべく為替市場に介入し外貨を使った痕跡を認めることができる²³⁾。

もっとも、中国が純資産大国であるという現実を踏まえる限り、現状中国からの対外資金流出が発生しているとしても、1997年の東アジア危機タイプの銀行金融危機—貿易・経常収支が赤字で、収支ファイナンスを国際短期資本移動に依存していたところ、国内の過剰消費・バブル経済が破綻し、流入していた国際短期資本移動が逆流を始めて発生した危機—が直ちに再来する訳ではないことが分かる。特に資産6兆2189億ドルの53%を占める外貨準備3兆3304億ドルは、世界第一位の外貨準備保有国としての面目躍如たる数字であり、そのほとんどが米国債等で保有されている。

このように中国の国際投資ポジションをみる限り、中国経済の安定性は揺るぎないかにみえる。しかし、冒頭に記した通りの、IMFをはじめとした国際機関及び世界のアナリストが最も懸念するのが、中国国内を含めた債務全体の「持続可能性 (sustainability)」である。これを示したのが第1図である。中国の名目GDPは、2005年18.5兆元、2010年40.9兆元（対2005年比2.2倍増）、2015年68.4兆元（対2014年比1.7倍増）と、期間中3.4倍増大した²⁴⁾。これに対し、2010年から2015年までに家計債務は2.4倍、非銀行部門企業債務は2.3倍、政府債務は2.1倍となった。明らかにGDP成長率を上回る負債の増加率であり、「債務主導型経済成長 (debt-driven economic growth)」といわれる所以である。この結果、同期間に総債務額の対GDP比は、152%から210%へと大きくすることになった。その最大の要因は非銀行部門企業債務であり、

23) 当然ではあるが、中国から対外資金流出が発生し、或いは中国が深刻な国際収支危機に直面した場合には、この外貨準備が処分されて、人民元為替相場の維持が図られようし、その過程で米国債等売却されて米国金利が高騰する懸念があることは、いうまでもないことである。

24) GDPの数字は、中国国家統計局より。尚、本稿執筆時点では、2015年のGDPの数字は未だ公式発表されていない。



〔出所〕 BIS, Long series on total credit to the non-financial sectors, May 2016より作成。

第1図 中国の国内外債務

2015年の負債残高の62%を占める²⁵⁾。その中には、不動産バブルを支えたディベロッパー兼資金調達機関である「地方融資平台」—そのまた背後には地方政府が控える—も含まれる。或いは、中央政府の「供給側改革面（供給サイド改革）」対し、「僵尸企业（ゾンビ企業）」といわれる各地の国有企業も今日相次いで債券を発行して資金調達を行い、生き残りを図っているようである。そこで激増する中国の負債について、ここでは行論の都合上、政府・家計・企業の順で一步踏み込んで記しておこう。

(2) 経済主体別にみた負債の特徴

i. 政府及び家計部門の負債の特徴

政府部門の特徴についていえば、2015年銀行間債券市場で発行された国債は1.8兆円で対前年比25.43%（発行総額に占めるシェア11.8%）、地方政府債は3.84兆円で対前年比10倍以上（同22.8%）の巨額の発行が行われた。こうした地方政府債の最大の保有者は商業銀行で4.46兆元、対前年比288.4%増であった²⁶⁾。その理由は、地方政府の別働隊として不動産事業を手掛けた「地方融資平台」の負債を地方政府が肩代わりする形で地方政府債の起債を許可されたからである。

他方、地方政府負債の内、2015年末までに償還を要する残高は16兆円で、2014年末の同残高15.4兆元から6000億円の増であった。2014年の地方政府債発行額は1.2兆元であったので、

25) IMF副専務理事Liptonも、中国の企業債務が金融システムに深刻な影響を与えつつあるとし、企業債務の55%、GDPの12%が国有企業によるものとしている（Lipton, David, 'Rebalancing China: International Lessons in Corporate Debt', June 11 2016.）。

26) 『2015年債券市場統計分析报告』中央結算公司、2015年、12-13頁。

2014年度中に14.2兆元が借り換えられたことになる²⁷⁾。こうして償還期限が到来した債務を借り換えつつ、新発の地方政府債も増発されていることから、財政危機は商業銀行保有債券の信用リスクとなって金融システムに多大なストレスを与えることとなる。

2016年2月、中国は銀行間債券市場を海外の銀行・金融機関に開放した²⁸⁾。中国の金融資本市場の「国際化」がまた一步進んだと評価することもできようが、それだけ外貨を必要とし、国内資金だけでは市場の流動性を維持することが難しくなっていることの証左でもあろう。

家計部門の負債の特徴についていえば、それは何よりも住宅向け不動産投資バブルによる。というのも、一般家計による不動産購入の頭金比率を2016年2月25%から事実上20%へと引き下げるなど²⁹⁾、政府自ら、景気後退を避けるべく、不動産投資を煽っているからである。そして都市化に伴うマイカー・ローン、統計には表れないネット金融や地下金融等、本来資金余剰主体たるべき家計部門の資金不足主体への転化は徐々に進行している。

ii. 企業部門—社会融資規模の増大と社債発行の増大—

中国のマネー統計には、通常のマネタリー・ベース、マネー・ストック統計以外に、社会融資規模という集計がある。人民銀行は、これまで社会融資規模の増減を示すフロー数字のみを公表してきたが、2015年になって初めて社会融資規模の残高数字を発表するようになった。これを取りまとめたのが第4表である。

2015年第Ⅳ四半期の社会融資規模残高は138.14兆元、2016年第Ⅰ四半期のそれは144.75兆元であった。各々対前年同期比で12.5%と13.4%の増大であったし、後者の対前期比でも4.7%増であった。ちなみに、2014年のGDPは63.6兆元であるが、2015年の公式数字は未発表であるため、公表された経済成長率6.9%から単純に計算すると67.9兆元となる³⁰⁾。この数字と2015年第Ⅳ四半期の融資残高を比較すると、融資残高は同年GDP比の2.17倍となる。中国では相変わらずマネーの膨張が続いているといえよう。

もっとも、膨張するマネーの内訳をみると、幾つの特徴をみることができる。

第一に、外貨建貸付残高が3.48兆元から2.78兆元へと20.1%減少していることである。対前年比でみても、2016年第Ⅰ四半期は20.2%減となっている。つまり、2015年8月以降の人民元為替相場下落を契機に、この間外貨建借入の返済が大きく進んだことを示している。

第二に、我が国の金融取引には馴染みのない未貼現銀行承兑汇票もまた大きく減少した。第4表（注）にも示している通り、この貸付は、企業が振り出した銀行引受手形であり、振り出した手形が未だ決済に回っていない状態にある正に残高である。しかし、企業振り出しの約束手形とは違い、銀行引受手形である以上、手形振り出し企業の支払いが履行されない場合、支払いは銀行に回ってくる。このように理解すれば、不動産バブルが崩壊し、株価の大暴落を経

27) 巴曙松「2016年中国债券市场展望」『中国金融新闻网』、2015年12月11日。

28) 中国人民银行《进一步放开境外机构投资者投资银行间债券市场》、2016年2月。

29) 中国人民银行中国银行业监督管理委员会《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》、2016年2月。

30) GDPの数字は中国国家統計局資料より。

第4表 社会融資規模の残高

(兆元)

	2015年				2016年
	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 1
社会融資規模残高	127.68	131.70	134.70	138.14	144.75
人民元貸出	85.09	88.07	90.48	92.75	97.42
外貨建貸出	3.48	3.50	3.33	3.02	2.78
委託貸付	9.67	9.87	10.35	10.93	11.56
信託貸付	5.35	5.38	5.41	5.39	5.61
銀行引受手形	6.96	6.94	6.32	5.85	5.63
社債	12.17	12.72	13.47	14.63	15.89
非金融企業国内株式発行	3.94	4.16	4.30	4.53	4.81

- (注)・「人民元貸付」とは、金融機関による非金融機関企業、個人、機関・団体、外国機関に対する貸付、商業手形割引、当座貸越等、様々な形式での人民元建貸付である。
- ・「外貨建貸付」とは、金融機関による非金融機関企業、個人、機関・団体、外国機関に対する貸付、商業手形割引、当座貸越等、様々な形式での人民元建貸付である。
- ・「委託貸付」とは、企業・機関・個人等委託人から提供される資金で、委託人による貸付対象・用途・金額・期限・金利等の確認をもって、金融機関（すなわち貸付人或いは受託人）が代理で行い、利用管理と回収業務も併せて行われる融資である。
- ・「信託貸付」とは、政府が規定する範囲内で、信託投資会社が信託投資計画によって吸収した資金を運用し、信託投資計画が規定する機関とプロジェクトに対して行われる貸出融資である。
- ・「未貼現銀行承兑汇票」とは、企業が振り出した銀行引受為替手形で、金融機関の手元には届いていない割引融資の部分をいう。つまり、金融機関の内外にあって、後に回ってくる銀行引受の為替手形のことである。統計上、企業振り出しの銀行引受手形総てを意味するが、社会融資規模における重複計算を避けるため銀行内で割引かれた部分は減じてある。
- ・「企業債券」とは、非金融企業が発行する各種債券であり、企業債、超短期融資券、短期融資券、中期証券、中小企業合同証券、非公開向け融資手段、資産担保証券、社債、転換社債、ワラント債、中小企業の私募債券等が含まれる。
- ・「非金融企業境内股票融」とは、国内の正式な金融市場で発行されている株式による資金調達であり、当然ながら非金融企業の重要な直接金融手段である。

[出所] 中国人民銀行資料より作成。

たいま、たとえ国有企業であれ、銀行の支払い保証が求められる手形を容易に振り出すことは認められないであろう。また、上記「地方融資平台」が発行する債券等を組み入れた投資信託への融資を示す信託貸付の伸びが低水準であることも、数字が示す通りです。

第三に、これら減少する融資残高に代わって大きくシェアを伸ばしてきたのが、社債であり非銀行企業の発行する株式である。まず社債からみれば、2015年第Ⅳ四半期の発行残高は14.63兆元、2016年第Ⅰ四半期のそれは15.89兆元で、各々対前年同期比25.1%と30.6%の増加であり、残高構成比も10%を大きく超えるようになってきている。

他方、株式の場合、2015年第Ⅳ四半期の発行残高は4.53兆元、2016年第Ⅰ四半期のそれは4.81兆元で、各々対前年同期比20.2%と22.2%の大幅増加である。もっとも、こうした株式発行の増加も、IPO新規株式発行は2015年6月までであり、株価が大崩落した同月以降は定向増発すなわち第三者割当発行—例えば、国有企業グループの子会社企業が大手親会社向けに発行する株式—であることに注意すべきである。実際、2015年6月626億元のIPO新規株式発行に

沸いた市場は、7月12億元に激減し、8月～11月まで新規株式発行額はゼロ、12月に111億元の発行があったのみである。また株式市場の好転が見込めない中、公開発行での増資は期間中一切みられないし、転換社債は6月の25億元だけで、新株予約権付社債（ストック・オプション）と共に、以降期間中の発行はゼロであった³¹⁾。

とはいえ、中国企業のパフォーマンスが陰るなか、上記の第三者割当発行の増資にも凡そ限界はある。なぜなら、増資は、利益配当を所与とすれば、株価収益率を低下させて既存株主の利益を損なうからである。それにもかかわらず、李克強首相は2016年3月の全国人民代表大会以降、有利子負債の株式化であるDESに事ある毎に言及するようになった³²⁾。

確かに、DESによって、企業の有利子負債は軽減されるし、商業銀行の不良債権もバランス・シートから外すことはできる。しかし、貸出債権を有していた銀行側は、全額回収の機会を失うことにもなりかねないし、発行された株式の流動化が市場で行われるとなれば、それはただでさえ低迷している株価を更に下押しする要因ともなる³³⁾。

振り返れば、1990年代、四大国有商業銀行が巨額の不良債権に喘ぐ中、不良債権買い取り機関として、国有銀行各々に資産管理会社（Asset Management Company, AMC）—中国銀行—「東方」、中国建設銀行—「長城」、中国工商銀行—「信達」、農業銀行—「華融」—が設立され、銀行の不良債権売却が始まった。四大AMCは、買い取った不良債権に対し後に4050億元（買い取り債権総額の29%）に及ぶDESを実施した。その後2003年12月、国務院直属の機関で外貨準備の運用機関である中国投資公司の下に、国有商業銀行の財務整理と融資を行う中国汇金公司も設立されて、四大国有商業銀行の不良債権比率もようやく低下するに至った³⁴⁾。つまり、DESは、過去20年足らずの中国の金融経済史において、四大国有商業銀行が不良債権からの脱却を可能とした「打ち出の小槌」の如き役割を演じた訳である。こうして今回改めてDESの有効性が強調され、現時点では石炭・鉄鋼等過剰生産設備に悩む企業の債務軽減化のために、差し当たり1兆元のDESが予定されているともいうし、AMCの一角である「華融」会長は、1～3兆元のDESを示唆している³⁵⁾。

しかし、DESに纏わりついた成功物語が、今回も期待通りに展開するとは限らない。というのも、中国は1990年代の不良債権問題を2000年代になぜ克服できたのか、その条件が今日大き

31) 数字は中国证券监督管理委员会資料より。

32) Yuan Yang, 'China explores debt-for-equity swaps to defeat bad debt pile-up', *Financial Times*, March 16 2016.

33) 商業銀行の不良債権をバランス・シートから外すには、銀行が特別目的会社を設立して貸出債権を売却譲渡、同目的会社は貸出債権を担保にして小口証券化し、証券保有者への配当金には貸出債権から入る利子等のキャッシュ・フローを充てるという資産担保証券（Asset Backed Security, ABS）化も考えられる。しかし、中国の現在の金融機関は、不良債権の正確な評価手法も確立されていない（'China Toxic Debt Solution Has One Big Problem', *Bloomberg*, June 3 2016.）。もっとも、こうした「証券化（securitization）」策も、結局のところクラッシュしてしまったというのが、2008年リーマン・ショックに至る現代アメリカ金融史であった。正に「*déjà vu*（既視感）」で一杯の未来図である。

34) ここに記した2000年代のDESについては、三菱東京UFJ銀行中国投資銀行部「商業銀行の不良債権化 大規模な推進は困難か」『BTMU経済週報』第297期、2016年4月を参照した。

35) 'China Said to Plan \$155 Billion of Sour Loan-Equity Swaps', *Bloomberg*, April 5, 2016.

く変わったからである。その条件とは、2001年末WTO加盟を果たした中国が、外資導入・輸出指向工業化戦略によって「世界の工場」となり、計上した巨額の貿易・経常収支黒字を、管理フロート制の下、巨額の流動性として国内に流通させることができたことにある。だが、今や「世界の工場」を支えた余剰労働力は枯渇して賃金は上昇、輸出市場であった欧米経済も2008年リーマン・ショックを契機に大きく縮小するに至っている。その上での不動産・株式バブルの崩壊であり、国内資金の対外流出である。先に記した「債務主導型経済成長」を継続できるための対外的条件は、徐々に失われつつあるといわねばならない。

Ⅳ 銀行の不良債権と交差する楽観論と悲観論—結びにかえて—

2015年6月、国务院は商業銀行に対する従来の預貸比率75%規制を解除して、銀行貸出支援策を講じた³⁶⁾。しかし、中国銀行監督管理委員会によれば、2015年第Ⅳ四半期と2016年第Ⅰ四半期の商業銀行の不良債権比率と貸倒引当金比率は、各々1.67%と181.18%、1.75%と175.03%である。不良債権比率が徐々に上昇するにつれて、貸倒引当金比率が逆に低下している³⁷⁾。2015年末、中国の四大国有商業銀行に上海の交通銀行を加えた五大商業銀行の不動産向け融資は12.4兆元（貸出総額の28%）、対前年比11%増で、製造業・運輸向け貸出をも上回る³⁸⁾。実際、深圳・上海・北京等一線都市のマンション等不動産価格は、依然高騰と続けている。しかし、その高騰にピリオドが打たれた時、中国の金融経済はハード・ランディングに直面すると懸念されている³⁹⁾。「ミンスキー・モメント（極度の信用膨張後の資産価格崩落）」は近いのかもしれない⁴⁰⁾。

こうした中国の金融経済の現状に関する見通しは、論者によって大きく見解を異にしている。パニックは発生しないという楽観論は、Peterson Institute for International EconomicsのLardyやSociete General香港のアナリストLoから聞こえてくる⁴¹⁾。その一方で、香港中文大学郎威平、元モルガンスタンレー・アナリスト謝国忠は、過剰生産設備を擁した国有企業と不動産バブルを早くから指摘していたし、格付け会社Fitchの元アナリストで中国シャドウ・バンキング分析において世界的にその名を馳せたChuは、銀行の不良債権額は最終的には8兆元—2015年名目GDP68.4兆元の11.7%—で、不良債権比率は22%と予想し、中国金融経済の行く末に厳しい目

36) 国务院《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》2015年6月24日。

37) 数字は中国銀行監督管理委員会資料より。銀行部門全体では1.94%である。

38) Sumeet Chatterjee and Patturaja Murugaboopathy, 'Property loans, the glass chin of China banks', *Reuters*, May 24 2016.

39) ゴールドマン・サックスの予測として、今後6～9ヵ月後に不動産開発はピークを迎えると報道されている（「高盛：中国房地产或在六至九个月后迎来拐点」、财新网、2016年6月14日）。

40) Enda Curran, China Faces a Debt Crisis. Or Does it?, *Bloomberg*, April 7, 2016, 'The coming debt bust, It is a question of when, not if, real trouble will hit in China', *The Economist*, May 7 2016.

41) Lardy, Nicolas, 'No need to panic, China's banks are in pretty good shape', *Financial Times*, June 2 2016, Chi Lo, 'Revisiting Systemic the Risk of China's Shadow Banking', *Chi Time*, BNP Paribas, Dec. 2015.

を注いでいる⁴²⁾。

いずれにせよ、中国の金融経済が今後いかなる行く末を辿るのか、世界経済はいま固唾をのんで見守っているのが実情である。

42) “Massive Bailout’ Needed in China, Banking Analyst Chu Says’, *Bloomberg*, May 24 2016.